

航发动力 (600893. SH) / 国防军工

证券研究报告/公司点评

2024年4月1日

评级：买入（维持）

市场价格：33.96

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

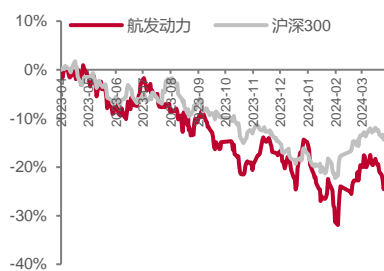
分析师：马梦泽

执业证书编号：S0740523060003

Email: mamz@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,666
流通股本(百万股)	2,665
市价(元)	33.96
市值(百万元)	90,524
流通市值(百万元)	90,508

股价与行业-市场走势对比

相关报告

盈利能力短期承压，2023年航发主业有望提速

20230423

业绩稳健增长，需求旺盛高景气持续

20221031

22H1 营收增长 46.83%，航发赛道高景气充分验证

20220826

2022Q1 业绩超预期，营收增速达 44.30%

20220429

新品交付占比提升，收入稳步增长，盈利短期承压

20220408

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	37,097	43,734	50,242	57,155	64,810
增长率 yoy%	9%	18%	15%	14%	13%
净利润(百万元)	1,268	1,421	1,648	1,926	2,239
增长率 yoy%	7%	12%	16%	17%	16%
每股收益(元)	0.48	0.53	0.62	0.72	0.84
每股现金流量	-4.22	-2.53	3.37	-0.45	-2.31
净资产收益率	3%	3%	4%	4%	5%
P/E	71.4	63.7	54.9	47.0	40.4
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0

备注：股价为3月29日收盘价

投资要点

■ **事件：**3月31日公司发布2023年年报，公司2023年实现营收437.34亿元，同比增长17.89%；实现归母净利润14.21亿元，同比增长12.17%；实现扣非归母净利润12.22亿元，同比增长45.85%。公司2023Q4实现营收174.26亿元，同比增加18.67%；实现归母净利润3.91亿元，同比增加30.66%；实现扣非归母净利润3.73亿元，同比增加87.52%。

■ **扣非净利润同比增长46%，2024年主业预计持续增长。**1) **收入及利润端**，2023年公司实现扣非归母净利润12.22亿元，同比增长45.85%，主要系产品获利能力增强。截至本报告期末，公司已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务中79.01% (269.09亿元) 将于2024年确认收入，2022及2021年同期末该项目比例为70.44% (305.07亿元)/42.82% (207.61亿元)，叠加航空发动机及衍生品期末库存量较上年同比增加50.14%，主要系未到交付期所致，伴随合同产品有序交付，公司业绩有望持续增长。2) **分业务看**，航空发动机及衍生产品业务实现收入408.93亿元，同比增长18.17%，毛利率增加0.38pct至10.54%，主要是客户需求增加，产品交付增加，单位固定成本略有下降；外贸出口转包业务实现收入19.48亿元，同比增长18.04%，毛利率增加1.49pct至14.42%，主要是出口订单增加，毛利率上升主要是订单增加，固定成本占比下降；非航空产品及其他业务实现收入2.62亿元，同比减少16.90%，毛利率减少3.60pcts至19.73%，主要是民品收入减少，毛利率下降主要是非航业务减少，规模效应下降。3) **经营计划看**，2024年公司预计实现营业收入497.62亿元(预计值，并非业绩承诺，较2023年实际值增长13.78%，2020-2023年完成度分别为108.05%/107.09%/96.53%/103.48%)，其中航空发动机及衍生产品收入464.82亿元(较2023年实际值增长13.67%)，外贸出口转包收入20.79亿元(较2023年实际值增长6.72%)，非航空产品及其他业务收入6.33亿元(较2023年实际值增长141.60%)；预计实现归母净利润15.12亿元(较2023年实际值增长6.40%，2020-2023年完成度分别为106.11%/101.33%/100.69%/104.64%)。

■ **毛利率稳步提升，盈利能力有望持续改善。**1) **费用方面**，2023年公司三费占比为5.23%，同比提升0.34pct，其中销售费用为4.74亿元，同比增加4.18%；财务费用为2.48亿元；管理费用为15.67亿元，同比增加13.80%。2023年公司研发费用减少22.10%至5.53亿元，主要是课题项目投入减少。2) **盈利能力方面**，2023年公司销售毛利率为11.08%，同比提升0.26pct；2023年公司销售净利率为3.47%，同比下降0.17pct。伴随产品技术成熟度提高及高附加值维修业务放量，公司盈利能力有望迎拐点并持续改善。

■ **黎阳收入同增45%，南方公司盈利能力持续提升。**2023年，1) **西航公司**：实现营业收入129.74亿元，同增21.12%；剔除投资收益后利润总额2.76亿元，同增1.15%；销售利润率2.13%，同比下降0.42pct。2) **黎明公司**：实现营业收入262.35亿元，同增+19.16%；利润总额6.78亿元，同减13.61%；销售利润率2.58%，同比减少0.98pct，或受新型号成熟度影响，未来盈利能力有望回升。3) **南方公司**：实现营业收入77.75亿元，同比下降0.86%；利润总额4.48亿元，同增13.48%；销售利润率5.76%，同

步提升 0.73pct。4) **黎阳动力**：实现营业收入 49.08 亿元，同增 45.07%；利润总额-0.69 亿元，同减 189.37%。根据公告 2021 年 2 月黎阳三代中等推力航空发动机生产线建设项目竣工验收，预计项目达产后的年营业收入为 40 亿元，年均利润总额为 4.68 亿元，将持续受益于先进中推型号放量。

- **国内唯一全品类军用航发整机制造领军企业，前端列装+后端翻修需求提速，业绩有望持续增长。** 1) 产能扩张下先进型号步入全面批产阶段，型号熟练度提升盈利水平迎拐点。“十四五”军用航发在总量和代际差距追补和国产化率提升局面下国产先进航发列装加速，新型号步入全面批产阶段，公司将享受高确定性和高景气度下产能释放带来的规模经济以及基本面的持续改善；2) 实战化训练带动航发修理量飞跃式增长，扩张高附加值维修能力延长产业价值链。航发维修具备高附加值属性和全周期现金流优势，目前三代涡扇处于翻修飞跃增长期，四代有望未来实现接力，公司近年深入强化军用航发独立修理能力以应对广阔的维修市场，高附加值维修业务起量有望延长产业价值链、提升公司利润率水平；3) 商用航发国内配套及国际转包+燃气轮机业务注入长期业绩弹性。伴随以 CJ-1000A 发动机为代表的商用航发逐步国产化，公司作为核心配套企业将持续受益；同时公司作为数家外国发动机制造公司的近百种零件的海外唯一供应商，将持续受益于海外航空零部件产能向国内转移以及自身积极调整对外合作战略背景下外贸转包业务持续增长；公司燃气轮机产品谱系完备且在分布式供能和工业发电等领域潜在空间大。
- **投资建议：**考虑产品结构调整、型号研制进度及税改政策对公司业绩可能产生影响，我们下调 2024-2025 年收入至 502.42 亿元、571.55 亿元（原值 512.98 亿元、591.89 亿元），新增 2026 年收入 648.10 亿元，归母净利润分别为 16.48 亿元、19.26 亿元、22.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.62 元、0.72 元、0.84 元，对应 PE 分别为 55X、47X、40X，航空发动机技术难度大，研制生产壁垒高，公司作为航空发动机行业龙头，在行业内的垄断性和稀缺性强，维持“买入”评级。
- **风险提示：**军品订单不及预期；产品交付不及预期；盈利预测不及预期；研报信息更新不及时风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,382	15,073	17,147	19,443	营业收入	43,734	50,242	57,155	64,810
应收票据	5,220	4,928	6,286	7,355	营业成本	38,886	44,680	50,638	57,325
应收账款	20,939	18,563	21,077	25,276	税金及附加	268	201	229	220
预付账款	3,985	2,657	3,470	4,614	销售费用	474	553	652	706
存货	29,663	34,816	38,151	42,949	管理费用	1,567	1,758	2,023	2,229
合同资产	0	0	0	0	研发费用	553	754	972	1,128
其他流动资产	755	398	417	492	财务费用	248	62	-55	-113
流动资产合计	68,944	76,435	86,547	100,129	信用减值损失	-118	-170	-170	-170
其他长期投资	326	340	340	340	资产减值损失	-363	-380	-380	-384
长期股权投资	2,448	1,997	2,127	2,219	公允价值变动收益	-145	-30	-30	-30
固定资产	21,058	19,715	18,487	17,263	投资收益	407	300	170	50
在建工程	2,449	2,499	2,549	2,599	其他收益	157	0	0	-120
无形资产	2,677	2,806	2,884	3,012	营业利润	1,685	1,953	2,287	2,661
其他非流动资产	1,893	2,031	2,093	2,153	营业外收入	63	63	63	63
非流动资产合计	30,852	29,388	28,480	27,586	营业外支出	39	39	39	39
资产合计	99,796	105,823	115,027	127,715	利润总额	1,709	1,977	2,311	2,685
短期借款	8,514	3,377	7,642	17,152	所得税	190	219	257	298
应付票据	14,607	17,588	20,343	23,094	净利润	1,519	1,758	2,054	2,387
应付账款	17,978	13,404	15,343	17,541	少数股东损益	98	109	128	149
预收款项	1	1,419	403	572	归属母公司净利润	1,421	1,648	1,926	2,239
合同负债	11,876	17,585	17,147	12,962	NOPLAT	1,739	1,813	2,005	2,286
其他应付款	3,353	4,045	3,711	3,709	EPS (按最新股本摊薄)	0.53	0.62	0.72	0.84
一年内到期的非流动负债	414	245	305	381					
其他流动负债	1,422	1,088	1,206	1,279	主要财务比率				
流动负债合计	58,166	58,750	66,101	76,691	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	573	709	881	953	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	17.9%	14.9%	13.8%	13.4%
其他非流动负债	-2,800	682	670	668	EBIT增长率	27.1%	4.2%	10.6%	14.0%
非流动负债合计	-2,227	1,391	1,550	1,621	归母公司净利润增长率	12.1%	16.0%	16.9%	16.2%
负债合计	55,940	60,140	67,651	78,311	获利能力				
归属母公司所有者权益	39,455	41,172	42,739	44,617	毛利率	11.1%	11.1%	11.4%	11.5%
少数股东权益	4,401	4,510	4,638	4,787	净利率	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%
所有者权益合计	43,856	45,682	47,376	49,404	ROE	3.2%	3.6%	4.1%	4.5%
负债和股东权益	99,796	105,823	115,027	127,715	ROIC	4.2%	4.3%	4.2%	4.0%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	56.1%	56.8%	58.8%	61.3%
单位:百万元					债务权益比	15.3%	11.0%	20.0%	38.8%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3
经营活动现金流	-6,739	8,987	-1,197	-6,157	速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
现金收益	3,748	3,887	3,965	4,144	营运能力				
存货影响	-3,929	-5,153	-3,335	-4,797	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
经营性应收影响	-4,867	4,376	-4,305	-6,029	应收账款周转天数	154	142	125	129
经营性应付影响	5,810	516	3,345	5,115	应付账款周转天数	143	126	102	103
其他影响	-7,500	5,362	-868	-4,590	存货周转天数	256	260	259	255
投资活动现金流	-2,804	-438	-907	-956	每股指标 (元)				
资本支出	-3,609	-903	-866	-824	每股收益	0.53	0.62	0.72	0.84
股权投资	29	451	-130	-92	每股经营现金流	-2.53	3.37	-0.45	-2.31
其他长期资产变化	776	14	89	-40	每股净资产	14.80	15.45	16.03	16.74
融资活动现金流	8,599	-1,859	4,178	9,409	估值比率				
借款增加	6,159	-5,171	4,497	9,658	P/E	64	55	47	41
股利及利息支付	-917	-739	-799	-1,173	P/B	2	2	2	2
股东融资	380	0	0	0	EV/EBITDA	210	202	196	187
其他影响	2,977	4,051	480	924					

数据来源: 中泰证券研究所, wind

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。